

# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Монитор корпоративных событий

### Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdaikov@zenit.ru

Кирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

#### ТрансКонтейнер (-/ВАЗ/ВВ+): нейтральный операционный отчет за 2013 г., бумаги компании малоликвидны

Вчера ТрансКонтейнер, крупнейший российский ж/д-контейнерный оператор, опубликовал операционные результаты за 1К14. Мы оцениваем раскрытые данные нейтрально. По итогам 1К14 общий грузооборот компании показал небольшой рост (на 1.9%) относительно прошлого года и составил 349 тыс. TEU. Такая динамика была обусловлена, с одной стороны, низкой базой 1К13 (в течение всего 2013 г. у ТрансКонтейнера наблюдалось сокращение грузооборота вследствие ухудшения общеэкономической конъюнктуры и усиления конкуренции на рынке внутренних перевозок), кроме того, достаточно сильное влияние на результаты также оказало ослабление рубля. Так, импортные перевозки снизились в 1К14 на 16.9% г/г (до 53.5 тыс. TEU), что было почти полностью компенсировано за счет увеличения экспортного грузопотока (грузооборот вырос на 10% к 1К13 – до 99.8 тыс. TEU). Хороший рост показали и транзитные перевозки, которые выросли на 41.3% г/г (до 28.4 тыс. TEU), тогда как объем внутренних перевозок остался на уровне прошлого года и составил 167.2 тыс. TEU.

В 1К14 ТрансКонтейнер продолжал сокращать порожний пробег контейнеров (снизился на 1.6 пп г/г – до 27.6%), тогда как пробег ж/д-платформ немного вырос (на 0.6 пп г/г – до 6.7%). В то же время, показатель оборачиваемости вырос и по контейнерам (с 26 до 32 дней), и по платформам (с 14 до 14.5 дней), что было обусловлено сохранением непростой ситуации на рынке и наличия избыточного парка. Вместе с тем, в 1К14 объем доходных перевозок (груженые контейнеры) ТрансКонтейнера в России вырос на 5.1% г/г и достиг 272 тыс. TEU, тогда как доля компании в совокупных контейнерных перевозках ж/д-транспортом по сети РЖД снизилась до 45.3% (против 48.5% в 1К13) и практически не изменилась к уровню 4К13. Подводя итог, отметим, что опубликованные показатели, в целом, нейтральны для отчетности ТрансКонтейнера: выручка компании в 1К14 сохранится на уровне прошлого года, а рост EBITDA может составить 3-5% г/г.

Облигации ТрансКонтейнера никогда не отличались особой ликвидностью, что лишь усугубилось в текущих условиях. Более длинный из 2-х выпусков компании индикативно торгуется со спрэдом около 200 бп к кривой ОФЗ, что где-то на 50 бп шире докризисных уровней.

#### Динамика основных операционных показателей ТрансКонтейнера в 1К14

	1К14	1К13	%г
<b>Грузооборот (тыс. TEU), в т.ч.</b>	<b>349.0</b>	<b>342.4</b>	<b>1.9%</b>
внутренние перевозки	167.2	167.1	0.1%
экспортные перевозки	99.8	90.7	10.0%
импортные перевозки	53.5	64.4	-16.9%
транзитные перевозки	28.4	20.1	41.3%
Оборачиваемость контейнеров, дн.	31.8	26.0	22.3%
Оборачиваемость ж/д-платформ, дн.	14.5	14.0	3.6%
Порожний пробег контейнеров	27.6%	29.2%	-1.6 пп.
Порожний пробег ж/д-платформ	6.7%	6.1%	0.6 пп.

Источник: Данные Компании,  
расчеты Банка ЗЕНИТ

## Корпоративные события

Евгений Чердаков  
e.cherdakov@zenit.ruКирилл Сычев  
k.sychev@zenit.ru

## ММК (-/Ba3/BB+): неплохой финансовый отчет за 2013 г., однако в бумагах компании нет ликвидности

Вчера ММК опубликовал финансовый отчет за 2013 г., данные которого мы оцениваем умеренно позитивно. Финансовые результаты компании оказались чуть лучше наших ожиданий, в первую очередь, это касается EBITDA. Так, по итогам 2013 г. выручка ММК снизилась на 12.2% г/г (до 8 190 млн. долл.), а EBITDA – на 10.3% г/г (до 1 223 млн. долл.), что позволило даже немного увеличить рентабельность по EBITDA, которая составила 14.9% (+0.3 пп г/г). Отметим, что снижение финансовых результатов компании на фоне сохранения слабой конъюнктуры было обусловлено как сокращением объемов производства, так и, в большей степени, фактором снижения средних цен реализации. В то же время, на динамику EBITDA негативное влияние оказали темпы сокращения себестоимости реализации, которые немного, но отставали от темпов снижения выручки, а также объем SG&A-расходов, который и вовсе остался на уровне прошлого года. В то же время, определенную поддержку рентабельности ММК оказало улучшение продуктового микса за счет увеличения доли высококомаржинальной продукции в отгрузках.

Отметим, что негативная динамика 2П13, в конечном счете, все же перевесила достигнутый по итогам 1П13 рост производства. В результате, выпуск стали ММК в 2013 г. снизился на 8.4% г/г, тогда как общий выпуск металлургической продукции снизился на 4.5% г/г. Такая динамика была во многом обусловлена результатами турецкого предприятия, на котором выплавка стали была оставлена еще в конце 2012 г., что также повлекло почти полную остановку производства горячекатаного листа в 2013 г (снижение на 80.1% г/г). Однако определяющий вклад внесло снижение выпуска горячекатаного листа на магнитогорской площадке (на 14.8% г/г), в целом по компании объем выпуска этого вида продукции в 2013 г. упал на 18.2% г/г. Это снижение не удалось в полной мере компенсировать за счет наращивания выпуска сортового проката, производство которого выросло на 4.3% г/г, увеличения выпуска высококомаржинальной продукции, производство которой заметно выросло (на 9.4% г/г). Ценовая конъюнктура в прошлом году также оставалась довольно безрадостной, усугубляя снижение объемов производства. Так, цена отгрузок с магнитогорской площадки снизилась для сортового и горячекатаного проката на 6-7% г/г, тогда как для высококомаржинальной продукции цена снизилась на 11.5% г/г, причем сильнее всего упали цены на ключевые для компании виды продукции: толстый лист (на 12.5% г/г), холоднокатаный прокат (на 13% г/г) и оцинкованный прокат (на 14.2% г/г).

Величина свободного денежного потока ММК по итогам 2013 г. снизилась на 39.1% г/г (до 300 млн. долл.). Это стало результатом опережающего сжатия чистого операционного денежного потока компании, который сократился на 21% г/г (до 932 млн. долл.), тогда как капвложения снизились лишь на 8% г/г (до 632 млн. долл.) и сохранились, как и в 2012 г., на уровне 0.5x EBITDA. Свободный денежный поток был направлен на финансирование дивидендных выплат и выкуп акций (расходы составили в сумме 107 млн. долл.), а также, частично, на погашение долга. Для погашения долга также были использованы поступления от продажи ММК-Транс (130 млн. долл.) и задолженности по погашенным векселям от связанных сторон (на 127 млн. долл.). В результате, общий долг ММК к концу 4К13 снизился на 17.9% г/г (до 3 173 млн. долл.), а чистый долг сократился сопоставимо – на 18.7% г/г (до 2 206 млн. долл.). В результате, ММК удалось понизить долговую нагрузку до уровня в 1.8x в терминах чистый долг / EBITDA (против 2x на начало года), даже несмотря на снижение EBITDA. К концу 2013 г. произошли улучшения и в структуре долга компании: доля краткосрочных обязательств снизилась до 31.8% против 42.2% на начало года. Впрочем, с точки зрения уровня доступной ликвидности компания итак чувствует себя достаточно комфортно – весь короткий долг может быть выплачен за счет ликвидных активов на балансе (составили 967 млн. долл. на конец 4К13), кроме того, у ММК есть доступ к неиспользованным кредитным линиям на 1.8 млрд. долл.

В целом, отчетность ММК выглядит чуть хуже (но не сильно), чем, например, опубликованный ранее финансовый отчет Северстали (BB+/Ba1/BB). Отметим, что кредитные рейтинги ММК находятся в достаточно широкой вилке и отчет за 2013 г., на наш взгляд, дает умеренно-позитивную проекцию на рейтинги, хотя здесь какие-то подвижки возможны только для рейтинга Moody's (Ba3/Stable) при условии

## Ключевые финансовые показатели ММК за 2013 г.

млн. долл.	2013	2012	%г
Выручка	8 190	9 328	-12.2%
ЕВТДА	1 223	1 363	-10.3%
Операционная прибыль	174	273	-36.3%
Чистая прибыль/(убыток)	(2 429)	(87)	x27.9
Рентабельность по EBITDA	14.9%	14.6%	0.3 пп
Операционная рентабельность	2.1%	2.9%	-0.8 пп
Чистая рентабельность	-	-	-
Операцион. ден.поток до изм. ОК	948	1 137	-16.6%
Чистый операцион. ден. поток	932	1 180	-21.0%
CAPEX	632	687	-8.0%
Свободный денежный поток	300	493	-39.1%
млн. долл.	2013	2012	%г
Активы	12 148	16 292	-25.4%
в т.ч. денеж. ср-ва и ликвидные цб	967	1 155	-16.3%
Долг	3 173	3 867	-17.9%
доля краткосрочного долга	31.8%	42.2%	-10.4 пп
Чистый долг	2 206	2 712	-18.7%
Капитал	6 861	9 820	-30.1%
CAPEX/EBITDA	0.5x	0.5x	-
Долг/EBITDA	2.6x	2.8x	-
Чистый долг/EBITDA	1.8x	2.0x	-
EBITDA/Процентные платежи	6.9x	6.6x	-
Долг/Капитал	0.5x	0.4x	-

Источник: Отчетность Компании по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

сохранения позитивных тенденций для операционной маржи ММК. В этой связи можно отметить, что определенный оптимизм внушают также ожидания сезонного оживления спроса на продукцию, на фоне которого ММК и НЛМК объявили о повышении цен на прокат с апреля на 4-8%, а за ними потянулись и трубки – ТМК также заявило о повышении цен по новым контрактам на 5-10%.

В бумагах ММК сейчас практически отсутствует ликвидность, а средний спрэд по последним крупным сделкам в апреле составлял около 140 бп, что достаточно близко к уровню справедливых котировок НЛМК (BB+/Baа3/BBB-) и не повышает привлекательность бумаг ММК.

### Магнит (S&P: BB/Stable): слабая динамика долларовых показателей в отчете за 1K14 из-за давления валютного курса, выпуски компании торгуются на справедливых уровнях

Вчера крупнейшая розничная сеть Магнит раскрыла финансовые результаты 1K14. Компания совсем недавно опубликовала операционные результаты, включая данные по торговой выручке, так что последний отчет интересен, главным образом, с точки зрения цифры EBITDA и динамики показателей в долларовом эквиваленте. Выручка Магнита в рублях в 1K14 выросла на четверть к 1K13 и достигла 164 млрд. руб., тогда как EBITDA выросла на 21.8% г/г (до 14.9 млрд. руб.). В результате, у компании хоть и снизилась рентабельность по EBITDA (на 0.2 пп г/г), но показатель, все же, сохранился на достаточно неплохом уровне – выше 9%. Снижение маржи было обусловлено инвестициями в цены при расширении торговой сети в новых для Магнита регионах (Москва, Санкт-Петербург, Урал, Западная Сибирь). Если же говорить о динамике финансовых результатов в долларовом эквиваленте, то здесь, в первую очередь, проявилось сильное влияние идущей с начала года девальвацией рубля. Так, выручка в долларовом эквиваленте выросла лишь на 8.7% г/г (до 4 691 млн. долл.), а EBITDA – на 5.3% г/г (до 426 млн. долл.), тогда как средний курс доллара в 1K14 вырос на 12.7% относительно уровня 1K13. На фоне других ритейлеров, уже раскрывших показатели за 1K14, результаты Магнита выглядят весьма неплохо. Компания традиционно обгоняет X5, который нарастил рублевую выручку на 13.9% г/г и лишь немного уступает показателям Ленты. Так, выручка сегмента гипермаркетов Магнита выросла на 30.5% против 37.5% у Ленты, которая опубликовала сильный отчет по итогам прошлого квартала. Напомним также, что по результатам этого года Магнит ожидает рост выручки в рублях на 22-24%, ближе к верхней границе, тогда как текущий прогноз по уровню рентабельности EBITDA составляет 10.5%. Объем капложений в 2014 г. сохранится на уровне 2013 г., то есть около 1.6 млрд. долл. (или 0.8x EBITDA LTM).

В бумагах Магнита, как и на внутреннем рынке в целом, с началом острой фазы кризиса на Украине произошло существенное сжатие ликвидности. Индикативно выпуски Магнита торгуются со средним спрэдом около 140 бп к ОФЗ, сохраняя дисконт около 90 бп к бумагам X5 (B+/B2/-), что выглядит справедливо, учитывая различия в кредитном качестве компаний.

### Ключевые операционные и финансовые показатели Магнита по итогам 1K14

млн. долл.	1K14	1K13	%
<b>Выручка, в т.ч.</b>	<b>4 691</b>	<b>4 315</b>	<b>8.7%</b>
Магазины у дома	3 605	3 424	5.3%
Гипермаркеты	846	745	13.6%
<b>Валовая прибыль</b>	<b>1 278</b>	<b>1 153</b>	<b>10.8%</b>
EBITDA	426	402	6.0%
Чистая прибыль	200	202	-1.0%
<b>Валовая рентабельность</b>	<b>27.2%</b>	<b>26.7%</b>	<b>0.5 пп</b>
Рентабельность по EBITDA	9.1%	9.3%	-0.2 пп
Чистая рентабельность	4.3%	4.7%	-0.4 пп

	1K14	1K13	%
<b>Всего магазинов, в т.ч.</b>	<b>8 256</b>	<b>7 075</b>	<b>-</b>
Магазины у дома	7 341	6 209	18.2%
Гипермаркеты	165	132	25.0%
Семейные магазины	50	21	x2.4
Магазины косметики	700	713	-1.8%
<b>Торговая площадь, тыс.кв.м.</b>	<b>3 069</b>	<b>2 630</b>	<b>16.7%</b>
Магазины у дома	2 350	2 030	15.8%
Гипермаркеты	494	407	21.4%
Семейные магазины	58	26	123.1%
Магазины косметики	167	166	0.6%

LFL-прирост 1 K14 к 1K13	Выручка, RUR	Ср.чек, RUR	Трафик
<b>Итого по Компании</b>	<b>7.49%</b>	<b>5.60%</b>	<b>1.79%</b>
Магазины у дома	5.96%	5.32%	0.61%
Гипермаркеты	9.17%	4.34%	4.62%

млн. руб.	1K14	1K13	%
<b>Розничная выручка, в т.ч.</b>	<b>163 952</b>	<b>131 218</b>	<b>24.9%</b>
Магазины у дома	126 020	104 145	21.0%
Гипермаркеты	29 590	22 671	30.5%
Семейные магазины	4 454	1 936	x2.3
Магазины косметики	3 888	2 466	x1.6

Источник: Данные Компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Первичный рынок

## Первичный рынок: корпоративные выпуски

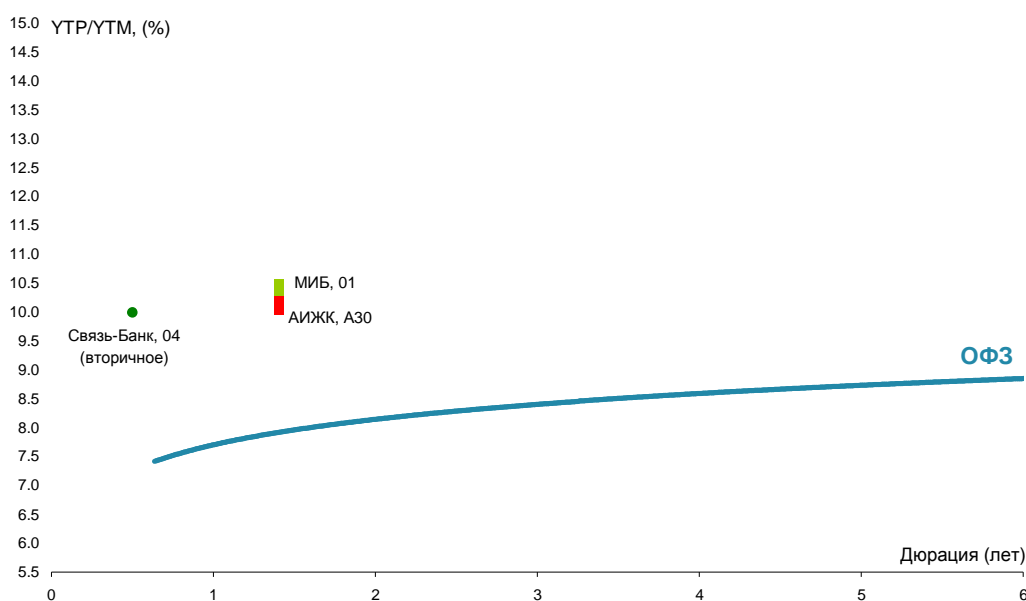
Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещаемый объем, млн. руб.	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Закрытие книги	Дата размещения	Амортизация/Дюрация	Оферта/Погашение
Связь-Банк, 04 (вторичное)	BB / - / BB	да	до 5 000	не более 9.99	24.04.2014	25.04.2014	нет / 0.5 г	0.5 г / 8 лет
Национальный капитал, БО-06	NR	нет	1 000	н/д	23.04.2014	28.04.2014	н/д	н/д / 5 лет
Национальный капитал, БО-07	NR	нет	1 000	н/д	23.04.2014	28.04.2014	н/д	н/д / 5 лет
АИЖК, А30	BBB / Baa1 / -	да	6 000	9.95-10.17	22.04.2014	28.04.2014	нет / 1.41 г	1.5 г / 19 лет
МИБ, 01	- / - / BBB-	да	2 000	10.25-10.51	25.04.2014	29.04.2014	нет / 1.43 г	1.5 г / 10 лет

Цветом выделены выпуски, по которым идет сбор заявок

Источник: Interfax, Bloomberg, Cbonds, расчеты Банка ЗЕНИТ

## Последние размещения: корпоративные выпуски

Выпуск	Рейтинг, S&P/M/F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Размещенный объем, млн. руб.	Bid cover/Размещ. объем	Ориентир YTP/YTM, % годовых	Фактическая YTP/YTM, % годовых	Дата размещения	Амортизация/Дюрация
Разгуляй-Финанс, БО-03	NR	нет	1 000	н/д / 100%	Конкурс	13.00	22.04.2014	нет / 0.5 г
Трансфин-М, БО-26	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.78	17.04.2014	нет / 4 г
Банк ЗЕНИТ, БО-07 (вторичное)	- / Ba3 / BB-	да	1 907	1.4 / 100%	10.51	10.51	16.04.2014	нет / 1 г
ВЭБ-Лизинг, 03 (вторичное)	BBB / - / BBB	да	1 654	4.6 / 100%	не более 9.72	9.56	16.04.2014	нет / 1 г
Полипласт, БО-01	NR	нет	1 000	н/д / 100%	13.69-14.22	13.96	15.04.2014	нет / 1.40 г
Вейл Финанс, 01	NR	нет	8 000	н/д / 100%	н/д	8.94	19.03.2014	нет / 4.15 г
Хорус Финанс, 01	NR	нет	5 000	н/д / 100%	13.42-14.49	13.42	12.03.2014	нет / 3.82 г
Банк ЗЕНИТ, БО-11	- / Ba3 / BB-	да	6 000	н/д / 100%	9.73-9.99	9.99	06.03.2014	нет / 1.43 г
Номос-Банк, БО-04	- / Ba3 / BB-	да	5 000	н/д / 100%	9.20-9.62	9.52	28.02.2014	нет / 1 г
Трансфин-М, БО-22	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Трансфин-М, БО-23	NR	нет	1 000	н/д / 100%	н/д	10.25	25.02.2014	нет / 2.66 г
Роснефть, БО-01	BBB / Baa1 / BBB-	да	15 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г
Роснефть, БО-07	BBB / Baa1 / BBB-	да	20 000	н/д / 100%	н/д	9.10	18.02.2014	нет / 4.13 г
Бинбанк, БО-04	B / - / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	14.02.2014	нет / 1 г.
Совкомбанк, БО-01	B / B2 / -	да	2 000	н/д / 100%	12.36-12.89	12.36	13.02.2014	нет / 0.50 г
Фарго Финанс, 01	NR	нет	6 000	н/д / 100%	н/д	9.20	12.02.2014	нет / 4.13 г
ВЭБ-Лизинг, БО-01	BBB / - / BBB	да	5 000	н/д / 100%	8.84	8.84	28.01.2014	нет / 4.15 г
Прямые инвестиции Финанс, БО-02	NR	нет	5 000	н/д / 100%	н/д	10.25	28.01.2014	нет / 2.66 г



# Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9  
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36  
 WEB: <http://www.zenit.ru>

## Начальник Департамента

Зам.начальника Департамента

Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович  
 Константин Поспелов  
 Виталий Киселев

[kopelovich@zenit.ru](mailto:kopelovich@zenit.ru)  
[konstantin.pospelov@zenit.ru](mailto:konstantin.pospelov@zenit.ru)  
[v.kiselev@zenit.ru](mailto:v.kiselev@zenit.ru)

## Управление продаж

Валютные и рублевые облигации  
 Валютные и рублевые облигации  
 Валютные и рублевые облигации  
 Валютные и рублевые облигации

Юлия Шабанова  
 Максим Симагин  
 Александр Валканов  
 Юлия Паршина

[j.shabanova@zenit.ru](mailto:j.shabanova@zenit.ru)  
[m.simagin@zenit.ru](mailto:m.simagin@zenit.ru)  
[a.valkanov@zenit.ru](mailto:a.valkanov@zenit.ru)  
[y.parshina@zenit.ru](mailto:y.parshina@zenit.ru)

## Аналитическое управление

Макроэкономика  
 Макроэкономика/кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Кредитный анализ  
 Акции

Акции  
 Облигации

[research@zenit.ru](mailto:research@zenit.ru)  
[firesearch@zenit.ru](mailto:firesearch@zenit.ru)

Владимир Евстифеев  
 Кирилл Сычев  
 Евгений Чердаков  
 Дмитрий Чепрагин  
 Евгения Лобачева

[v.evstifeev@zenit.ru](mailto:v.evstifeev@zenit.ru)  
[k.sychev@zenit.ru](mailto:k.sychev@zenit.ru)  
[e.cherdakov@zenit.ru](mailto:e.cherdakov@zenit.ru)  
[d.chepragin@zenit.ru](mailto:d.chepragin@zenit.ru)  
[eugenia.lobacheva@zenit.ru](mailto:eugenia.lobacheva@zenit.ru)

## Управление рынков долгового капитала

Рублевые облигации

Денис Ручкин  
 Фарида Ахметова  
 Марина Никишова  
 Вера Панова  
 Алексей Басов  
 Екатерина Гашигуллина

[ibcm@zenit.ru](mailto:ibcm@zenit.ru)  
[d.ruchkin@zenit.ru](mailto:d.ruchkin@zenit.ru)  
[f.akhmetova@zenit.ru](mailto:f.akhmetova@zenit.ru)  
[m.nikishova@zenit.ru](mailto:m.nikishova@zenit.ru)  
[vera.panova@zenit.ru](mailto:vera.panova@zenit.ru)  
[a.basov@zenit.ru](mailto:a.basov@zenit.ru)  
[e.gashigullina@zenit.ru](mailto:e.gashigullina@zenit.ru)

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2014 Банк ЗЕНИТ.